

アメリカ株式ブームの形成と崩壊

— 現代資本主義論の体系化 (5) —

村 上 和 光

はじめに

I アメリカ株式ブームの枠組構造

II アメリカ株式ブームの展開過程

III アメリカ株式ブームの崩壊帰結

おわりに

はじめに

前稿¹⁾までで、第1次大戦から1920年代末までにおける世界経済の基本動向をさしあたりその視野に収めた。そしてその作業を通して検出可能になった1つの極めて重大な帰結こそ、20年代資本蓄積機構は米・英・独間の「相互関連」的外枠の範囲内においてのみ展開可能である——というその限定された行動図式であった。すなわち、アメリカ株式ブームの形成・崩壊→アメリカ大恐慌勃発→英・独からのアメリカ短資流出→英・独金融恐慌→英・独破綻→世界恐慌への波及、という連鎖ロジックの貫徹に他ならず、まさに「米・英・独における相互解体連関」の定着といってよい。このように焦点が定まれば、そこから、本稿の課題が次のように設定されざるをえないのは当然であろう。

すなわち、20年代資本蓄積機構²⁾の帰結たる以上のような「危機連鎖」の、その出発点が何よりもアメリカ株式ブームの形成と崩壊にこそある以上、本稿の基本課題はこの「アメリカ株式ブームの帰趨＝形成・崩壊」³⁾の解明に自ずと絞られていこう。そこで本稿では、アメリカ株式ブームを可能にした諸条件・要因を探ることによって株式ブームのまず「枠組」を検出し、ついでその

土台の上で、株式ブームの「展開プロセス」を次にフォローしていく。まさにその2段階作業を通じてこそ、最後に、株式ブームの総合的帰結が表出してくるに違いない。その点で、アメリカ経済構造の対内的特質と国際経済構造の対外的特殊性とを前提とした、アメリカ株式ブームの総体的解明にこそ、本稿の最終課題があろう。

I アメリカ株式ブームの枠組構造

[1] 資本蓄積構造 最初に、アメリカ株式ブームの形成に作用した、20年代後半におけるアメリカ経済の資本蓄積構造から考察を開始しよう。そこで資本蓄積構造をとりあえず20年代アメリカ景気循環過程に即して概観していく(表1)が、この景気循環の基本ライン自体については前稿である程度考察したので、ここでは特に株式ブームの形成必然性に即して整理していきたい。まず第1局面は(1)「戦後ブームと戦後恐慌」⁴⁾期に他ならないが、最初に①「戦後ブーム」の展開からみていこう。さて第1次大戦終結後、アメリカ経済は短期の景気後退のあと20年11月まで「戦後ブーム」に入るが、そこでは、公共

表1 実質GNP年平均成長率

	(単位: %)		
	1921-23年	1924-26年	1927-29年
GNP	5.3	3.9	3.0
消費	6.1	4.0	3.7
非耐久財	3.8	3.8	2.1
半耐久財	14.7	0.7	5.7
耐久財	10.4	9.2	0.8
サービス	4.1	4.1	5.8
粗資本形成	2.8	3.8	0.3
建築	21.6	9.7	- 4.4
住宅	61.3	8.7	-14.3
非住宅	7.7	10.4	1.8
生産者耐久財	3.1	3.9	4.9
在庫変動	-12.6	-24.6	12.3
対外投資	-40.0	- 7.2	26.0

(出所) Gordon[(1952)1961]: 407. 前掲, 柴田『大恐慌と現代資本主義』28頁。

投資を誘因としながら輸出拡大と低金利とに支持されて最終的には在庫投資・設備投資の拡張にまで連結した——という景気拡大ロジックがみてとれる。そしてその場合この「戦後ブーム」の「特徴」は何よりも物価と株価に象徴されるその「ブーム性」といってよかった。ざっといくつかの数値を拾えば、その「ブーム的性格」のまず1つは株価（ニューヨークタイムス指数、1918年＝100）であって、例えば17年＝109→18年＝100→19年＝116と動く。この株価のブーム的上昇については、戦中に禁止されていた民間企業株式発行に対する戦後解禁措置の作用がいうまでもなく大きい、株式の「ブーム的活況」がまずみてとれる。それに対してもう1つは物価動向（卸売物価＝93→100→106、生計費＝95→100→116）に他ならず、物価におけるこのブーム型急上昇の背景に関しては商品需給関係面での未調整要因が無視できない。つまり、一方で生産・雇用の「横への拡張」が目一杯進んだにもかかわらず他方でその生産力効率がなお不十分であったため、この戦後期の設備投資増加は市場需給ミスマッチに起因して物価の急上昇を招く以外になかったと整理できよう。

要するに、この「戦後ブーム」はアメリカの「戦勝国型・戦後性」に強く潤色された「戦後インフレブーム」として発現したといっていよいが、そこからの帰結としては以下の2点がとりわけ重要だと考えられる。つまり、まず1つはアメリカにおけるその「投機型株式市場」の厳存であって、それが、やがて20年代末に「株式ブーム」となって表面化するの所周知のことであろう。そしてもう1つは、このような「戦後性」的諸条件が消失するにつれてこの「ブーム型活況」が直ちに下降するのは当然であり、その帰着点こそ「20年戦後恐慌」に他ならなかった。その点で「株式ブーム」の一端がすでに垣間みられる。

そこで②この「戦後恐慌」へ視点を移そう。さてアメリカ経済は20年1月から21年7月までかなり激烈な「戦後恐慌」を経験するが、まず最初にその「原因」としては何よりも「戦後性」の消失が決定的といっていよい。いまざっとその傾向だけを列記すれば、例えば、(a)「政府財政支出の削減」——政府支出＝20年121億ドル減少、収支バランス＝134億ドル赤字→34億ドル黒字化、(b)「連銀政策の引締め」——金準備率＝40%への低下、利子率＝(19年)

5.3%→(20年) 7.5%への急騰、(c)「戦後輸出の減少」——輸出額＝(20年) 82億ドル→(21年) 45億ドルへの収縮、輸出の対GNP比＝5%台への大幅下降、などの影響が大きい。その点で「戦後ブーム」型ファクターの掘り崩しが明白であろう。

そのうえでこの「戦後恐慌」の「特質」はどうか。いまその骨組みだけに絞ってその特徴を摘出すれば、概ね以下の点が指摘可能とみてよい。すなわち、(a)「物価下落の短期・激烈性」——物価低落期間の「短期性」(約1年半)と「低下率」の大きさ(全商品44.1%)とが併存したこと、(b)「利潤率低落の甚大性」——「下方硬直型賃金決定機構」の定着に起因したわずか7%の賃金率低下に制約されて「労賃コスト」の20%上昇(20年)と「資本利潤率」の低レベル化(2.5%)とが進行したこと、(c)「『古典的過剰生産恐慌』的性格」——需要拡大に牽引されつつ物価上昇を随伴した投機的過剰投資が、利子率騰貴によってチェックされることによって激烈な物価・生産・利潤率下落に直面したこと、これである。したがって「過剰生産恐慌」の典型的タイプがそこに検出できよう。

最後に③この「戦後恐慌」からの「回復」を確認しておこう。さてアメリカ経済は21年半ばから回復を実現するが、その回復起動力はこの「戦後恐慌」の「古典性」にふさわしく基本的には技術革新に立脚していた。まさにその固定設備更新の結果としてこそ、例えば19年＝100→20年＝106.2→21年＝122.0→22年＝133.8という生産性向上が展開可能となったが、それを現実化した要因として、(a)戦時中における固定設備の磨損(b)膨大な留保利潤の蓄積(c)不況期での資金調達容易性(d)消費需要の堅調性持続、などが指摘されてよい。こうして戦後恐慌は克服されアメリカにおける20年代好況がその幕を開けていく。

ついで第2局面は(2)「前期好況期」であるが、最初は①「初期好況」期(21年7月～23年5月)に他ならない(表2)。そこでまずその「特質」に着目すると何よりも工業生産の急激な上昇が印象的である。結果的には、この初期好況期にアメリカ20年代工業生産増加のほぼ2/3が実現されてしまった程だ

が、いずれにしてもこの22ヵ月間に65.5%増に達した拡大スピードは注目に値しよう。こうして、アメリカの景気主循環はこの初期好況を出発点にしているといつてよいが、後の「株式ブーム」形成の基盤もその中で醸成されていく。

そのうえで、急激なこの工業生産拡張の「要因」は何か。ざっといくつかの条件を拾えば以下のような論点が直ちに浮かび上がってくる。つまり、(a)「購買力需要の伸張」——戦時ブームの帰結たる実質所得水準の向上と潤沢な貯蓄の購買力化、(b)「耐久消費財需要の激増」——住宅建築支出（20-23年、44億ドル、2.6倍）および自動車購入（26.8億ドル、2倍）の膨張、(c)「設備投資の拡大」——対電気機械設備支出の急増を中軸とした固定設備投資の盛行（79億ドル、50%増、[電力業＝2.6倍]）、(d)「投資の波及効果」——自動車・住宅産業から関連産業および公共投資への波及効果（鉄鋼生産＝2.3倍、機械設備＝1.5倍）、(e)「生産性の急上昇」——「量産体制」確立および企業間競争激化による生産性向上＝耐久消費財価格の顕著な低下（生産性＝50%増、価格＝52.3%低下）、などに他ならない。いわば「景気牽引車」としての正規要因が指摘可能なのであり、その点からも、この初期好況におけるその順調な景

表2 実質GNP年平均成長率

(単位：%)

	1921II-23II	1924III-26III	1927IV-29III
GNP	14.5	9.0	7.1
消 費			
耐久財	21.6	11.3	9.6
非耐久財・サービス	5.3	1.9	3.4
投 資			
建 築			
住宅	19.3	16.2	-13.6
非住宅	47.3	3.8	- 2.5
生産者耐久財	28.7	13.5	16.8
輸出	- 7.5	7.4	2.8
輸入	19.0	5.4	11.1

- (注) 1) 各好況期間は名目GNPの谷から山の期間を取ってある。
 2) 表1-9の分類の半耐久財は非耐久財に含まれている。
 3) 農場の住宅建築投資は非住宅建築投資に含まれている。

(出所) Balke & Gordon [1986] : 793-828. 前掲, 柴田, 32頁。

気加速的性格が確認されてよい。

要するにこの「初期好況」は、自動車・住宅産業（GNP成長寄与率、自動車＝11%、住宅＝15%）をリーディング・セクターにしつつ資本間競争と生産性上昇を歯車にしながら、「投資―生産―消費」を総合的に拡大していくという、いわば「好循環」⁵⁾体制を構築したと整理できよう（ただし、後との関連で雇用の伸び悩みには注意が必要である）。

ついで「前期好況」期の第2フェーズは②「リセッション」局面である。さてアメリカ経済は23年5月から景気後退に入るが、まずその「特質」としては以下の点が目に付く。つまり、(a)「工業生産の減退」（23・4年、全体＝16.7%減、乗用車＝363万台→319万台、12%減、鉄鋼生産＝17%減）、(b)「GNP成長率の下降」、(c)「在庫投資の減少」（38億ドル減）、(d)「商業手形利子率の急騰」（4.2%→5.5%）、(e)「製造業設備投資の低落」（30%減）、などであって、初期好況からリセッションへの転化が明白といってよい。

そこでこのリセッションの「原因」が問題となるが、その枢軸点が自動車・住宅産業の趨勢にこそあるのは十分予想できよう。すなわち、初期好況において景気のリード役を演じた自動車・住宅産業の一転した後退・失速が景気全体の落ち込みを招来させたとみてよく、アメリカ「戦後性」に条件づけられた一時的な「所得上昇・購買力化」が早晩「一巡化」すれば自動車・住宅産業の拡張速度が低下せざるをえないのは自明であった。その冷厳な事実が、自動車産業における賃金上昇（名目賃金、23年1-5月＝8%上昇）とも相俟って、まず一方で自動車生産を低下させたし、また他方では住宅建築コスト騰貴（22%増）にも挾撃されて住宅建築ブームの冷却（建築契約数、23年3-6月＝24.4%減）を強制したわけである。約言すれば中軸2部門の減速こそ景気後退の主因だと整理可能だが、さらにそれが他部門への停滞的波及となつて作用した側面も無視できなく、自動車・住宅産業の発展鈍化が関連諸産業に対する需要を減少させたマイナス効果にも注意しておきたい。

最後は③「中期好況」期（24年7月～26年10月）である。さてアメリカ経済は以上のようなリセッションを経て24年半ばから2年間を越す長期好況へと

転換していく。そこでこの転換「条件」が直ぐに問題となるが、その推進力を握ったのは再び自動車と住宅に他ならなかった。まず住宅では、建築コスト低下と家賃上昇に刺激されて23年下期から上昇に転じつつ24年10月までに20%超の増加をみた。したがって景気好転に果たす住宅建築増大の寄与度の大きさが一目瞭然だが、それに加えて自動車における顕著な販売拡大の作用も目立つ。例えば、一方では、24-6年間ににおける10%を超える生産性向上が自動車価格を7%引き下げて需要を拡大させたとともに、他方では、自動車部門での「消費者金融」＝割賦販売の⁶⁾普及が購買容易化・需要掘り起こしを可能にした（自動車購入の50-58%に定着化、消費者割賦信用残高24年＝17.3億ドル→26年＝26.7億ドル）、わけである。

しかしこの中期好況の「特質」にもう一步立ち入ると、そこからアメリカ経済の無視できない構造変化が立ち上がってくる。まずその点を示す概括的数字を拾えば、この中期好況局面では、工業生産はたしかに30%以上増大したものの「初期好況」を8.3%凌駕するだけだし、雇用も11.4%増に止まって23年水準を下回る。さらに生産性の伸びも10%程度に終始して前期好況での26%拡大にはとても達しないから、技術革新レベルも低い。

まさに以上のような性格からこそ、「中期好況」に関する次のような「特質」が帰結しよう。つまり、(a)「住宅建設の鈍化と景気牽引車的役割の低下」——25-6年をピークとして以後は減少に転換。GNP寄与率、前期好況＝15%→中期好況＝4.5%、(b)「自動車需要の割賦信用への依存と需要増加の趨勢的低下」——自動車需要、13.1億ドル→6.4億ドル、(c)「設備投資投資率の高位性とその増大額の鈍化」——固定設備投資増加額、31億ドル→22億ドル、(d)「GNP増加率の構造的低下」——対前年比増加率、23年＝13.2%→26年＝6.5%、(e)「雇用停滞と実質賃金レベルの低迷」——製造業賃金労働者吸収＝前期好況の1/6、というポイントこれである。そうであれば、これらの特質がアメリカ経済の構造的「変質」を同時に表現していることも一見して明瞭だというべきではないか。

つづめて言えば、この「中期好況」においては、戦後恐慌・初期好況期とは

違って、固定設備更新に立脚した「技術革新」が進行したのではなく生産設備の部分的改良だけが実現したにすぎない点がみてとれる。そしてそのような実体的基盤からこそ、労働者吸収の停滞→実質賃金レベル低迷→消費購買力の鈍化、という論理系が招来し、それが最終的には「株式ブーム」の実質的基礎形成に繋がっていったのは周知のことであろう。

最後に取り急ぎ第3局面の(3)「後期好況とブーム」期にすすもう。最初に①「景気後退」期(26年10月～27年11月)から入ると、アメリカ経済は、すでに確認した「変質要因」を抱えながら26年秋から20年代二度目の景気後退に陥る。そこでこのリセッションの「原因」に目を凝らすと概ね以下の3点が特に注目値するといつてよい。すなわち、(a)「住宅産業停滞＝減少の明瞭化」——建築費の上昇を始め郊外住宅建設ブームの終了や住宅の相対的過剰供給に起因した「家賃低落」の作用を受けて、すでに前循環において検出されていた住宅産業の停滞・鈍化が明瞭になったこと。事実、例えば住宅建築契約高が25年8月を頂点にして減少に転じただけでなく、住宅建築自体も26年に入ると停滞から本格的な縮小に向かうのであり、これら住宅関連の需要収縮がその他部門全体に対してマイナス効果を当然もたらした。(b)「フォード社の工場閉鎖」——フォード社は(雇用労働者の所得鈍化に制約されて)安価な大衆車＝T型車(価格290ドル)需要の限界に直面したが、その限界打開策としてT型車の生産停止とA型車(495ドル)への切り替えを計った。そのためにフォード社は27年5月に工場閉鎖に踏み切ったが、この工場閉鎖の衝撃が、アメリカ経済に対しては、一時的にはあれリセッション圧力となって作用したと考えられる。(c)「所得格差の拡大進展」⁷⁾——雇用構造変化の帰結として、一方での雇用労働者における実質賃金鈍化と、他方での高額所得者の収入増大とが、すでに傾向として発現してきていたが、その格差傾向はこの局面で構造化に行き着く(表3)。まさにこのような所得格差の顕在化こそ、住宅・自動車における大衆的需要拡大を逆転させることを通してアメリカ経済全体の景気後退を引き起こしたのではないか。こうして景気後退が現実化した。

ついで②「後期好況」期(27年11月～28年)へ目を転じよう。さてこのリ

セッションは比較的早く終了し27年末のフォードの生産再開を契機として上昇に向かう。こうして20年代最後の「後期好況」がスタートするが、その「特質」は以下の点にあらう。すなわち、(a)「実質GNP増加率の鈍化」——対前年比で28年＝1.2%→29年＝6%と増加したものの平均成長率としては「初期・中期好況」を下回ること、(b)「全設備投資の停滞」——29年には対27年比で10%増になるがその増加額は初期好況の1/3、中期好況の1/2に止まること（対GNP増分構成比も15%で前両好況期には達しない）、(c)「重工業設備投資増加」——重工業においては「構成高度化」型設備投資が拡張したがそれは結果的にはかえって大恐慌克服の死重制約を意味したこと、(d)「公益部門の拡大」——電力・電話・鉄道などの公益部門で設備投資の目立った増加が実施されたこと（鉄道業＝対28年比で30年は23%増、電気通信業＝27-9年間で59.4%増）、(e)「株式ブームの始動」——28年以降に本格化する株式ブームが始動していくとともに重工業で実現された利潤がそのブームの主要源泉となっていくこと、これである。端的に整理すれば、一方で、生産・投資が総体的にみて以前の好況局面をもはや超え得ないという「構造的停滞」基調を呈しながら、他方で、重工業・公益部門に偏った投資拡大がみられつつ「株式ブーム」が出現してくる——という、いわば「歪んだ」＝「制約された」好況としての性格づけが禁じ得ないのではないか。

そのうえでこの「後期好況」を可能にした「条件」とは何か。さしあたりその回復条件として以下の3点が指摘可能だが、その3点とも——逆からみれば

表3 一人当たり実質可処分所得：1920-29年

(単位：1929年ドル)

	1920年	1921年	1922年	1923年	1924年	1925年	1926年	1927年	1928年	1929年
全人口	543	477	548	613	613	633	640	649	675	693
非農業人口	659	599	683	754	745	761	769	775	807	825
上位1%	962	8,397	9,817	9,641	10,512	12,719	12,606	13,563	15,666	15,721
中位2-7%	698	1,937	2,034	2,197	2,268	2,498	2,490	2,522	2,674	2,700
下位93%	513	435	497	566	542	521	531	525	527	544
農業人口	269	183	213	244	256	280	270	278	280	295

(出所) Holt [1977] : 283. 前掲, 柴田, 30頁。

直ちに——破綻条件を意味していることにもぜひ注意しておきたい。すなわち、(a)「自動車需要の増加とその減衰傾向」——乗用車需要はフォードA型車の登場などによって一応拡大基調にのって(28-9年間=6億ドル増加、29年=対27年比22.4%増・対26年比5%増)「後期好況」の支持条件を構成しはするものの、しかし増加額は20年代前半の増加テンポより顕著に小さいこと、(b)「自動車需要の外部依存的性格」——この自動車需要の堅調があくまでも「株価上昇によるキャピタル・ゲイン」と「消費者信用の膨張」とに辛くも支えられていた以上、その需要持続は「株式ブームの膨張と破綻」および「所得上昇と金利上昇」という外部的・不確定要因に決定的に依存していたこと、(c)「住宅産業の凋落化」——従来の縮小傾向が持続して住宅建築の停滞・減少基調からの脱却は困難となり、28年までの漸減傾向は29年に入って特に明瞭となる(29-30年間30%減)中で住宅産業の景気波及力がほぼ消滅すること、これである。こうして株式ブームの裏側で好況支持要因の構造的掘り崩しが進行していくのである。まさにこれこそ「株式ブーム」の現実的形成基盤に他ならない。

こうして20年代アメリカ資本蓄積構造の一定の帰着点として「株式ブーム」にまで到達した。そこで最後は③「株式ブーム」期(28年～29年8月)であるが、この局面こそ本稿の主テーマでありしたがって後に詳論することになるので、この「資本蓄積構造」という範囲においては、考察は「株式ブーム」のまさにその「入り口」で一応終えておきたい。

[2] 信用機構 以上の資本蓄積構造をふまえつつ、アメリカ株式ブームの形成に作用した第2要因としてアメリカ信用機構⁹⁾の特殊性が解明されねばならない。そこでまず最初に第1に(1)20年代アメリカ信用機構の基礎前提をなす「自己金融の進展」⁹⁾からみていくが、その場合、自己金融化を考察する論理的焦点は、いうまでもなく「自己金融化→生産的証券発行減退→社会的遊休資金増大→株式市場への流入→株価の投機的急騰」という一連のロジック系にこそある。このような視角に立脚してまず①「自己金融の形成背景」から押さえていこう(表4)。さて理論的に概括すれば「自己金融化」は「留保利潤マイ

ナス生産的投資」によって規定されるから、全体の最初に「留保利潤」の動向をざっとフォローしておく必要がある。その場合、この「留保利潤」の源泉をなすのは「純所得」（純利潤－税金）であるから、最初に「純所得」の推移から確認しておく、全産業計の1929年指数（22年＝100）は183.2となる。したがってその年平均増加率は実に7.3%にもなり、その結果この7年間に1.8倍増を実現したことがわかるが、しかしそれだけではない。さらにもう一步詳細に「大会社」というサンプルに限定してみると、この「純所得」の激増は一層顕著であって、例えば同じ22-29年間に12.8倍に拡大しているから年率にして20%以上のすさまじい膨張をみたといつてよい。まずここに「留保利潤」が増加していくその源泉的根拠が明白に確認可能だが、しかも見落としてはならない点は、この「純所得」の激増が「配当」の増大傾向と同時進行していることに他ならず、この「大会社」グループにあってはこの間「配当」も約2.6倍（年率7.3%）に伸張しているのである。そうであれば、20年代アメリカにおいては、一方で「配当」が高水準で増加しながらも、他方でそれをはるかに超過

表4 大製造業会社の資産の成長と内部金融の進展

	1900—29年 (%)		1900—29年 (%)	
	変 化 率 (年率)		全新規金融のうちに占めるパーセンテージ	
	全資産	物的資産	外部金融	純留保利潤
1900—10	+ 2.6	n. a.	43.1	56.9
1913—18	+14.1	+9.2	49.7	50.3
1918—20	+ 6.3	+7.1	28.3	71.7
1921—24	+ 4.9	+4.6	37.0	63.0
1923—26	+ 4.4	+3.6	23.9	76.1
1924—27	+ 4.3	+3.4	15.6	84.4
1926—29	+ 4.1	+3.5	6.0	94.0

(出所) : Creamer, Dobrovolsky, and Borenstein, *Capital in Manufacturing and Mining*, 1960, p.117, Table 36.
 前掲, 吉富『アメリカの大恐慌』122頁。

する規模とスピードで「純所得」が膨張したため結果的に「留保利潤」が増大をみた——という極めて特徴的な動向がすすんだと整理すべきではないか。

ではそのうえで「生産的投資」はどのような動きを示したのか。そこで特に「大会社」における「留保利潤—生産的投資」の相互関係に着目すると1923年がクリティカルポイントを形成しよう。たしかに23年段階では「物的資産への純投資」（固定設備プラス在庫投資）が「留保利潤」を若干上回るが、23年以降からは基調転換が起こる。つまり23-29年間ににおいては、「生産的純投資」の伸び率＝1.3倍（年率4.4％）に対して、「留保利潤」の伸び率＝2.4倍（年率約16％）となって逆転していくから、この23年を転換点としつつ、それ以後は「留保利潤」が不断に「生産的投資」を超過する傾向が定着していく。

そうであれば、「留保利潤—生産的投資」という定式によって規定される「自己金融化」については次のように結論可能である。すなわち、1923年以降、「大会社」の固定設備と在庫投資は、外部の金融市場に依存することなくほぼ完全に「自己資金＝留保利潤」によって調達可能になったのであり、したがってかかる意味において、アメリカ大企業における「自己金融化」がこの局面でおおむね定着をみた、と。

このような「形成背景」を前提にして次に②「自己金融の実態」に目を転じよう。いま例えば「自己金融化率」（純留保利潤が全新規金融に占める割合）を利用して、自己金融化の進展推移をフォローすれば極めて顕著なその上昇に目を奪われざるをえない。そこで試みにいくつかの数字を拾えば、1900-10年＝56.9％→21-24年＝63.0％→24-27年＝84.4％→26-29年＝94.0％、という軌跡を描くから、大戦中とその後の戦後不況を除外すれば、「自己金融化率」の単調増加型増大が一目瞭然であろう。その結果、「株式ブーム」期をカバーする「26-29年」局面では実に自己金融化率94％にも到達しているのであって、この「株式ブーム」期に「自己金融化」の極限化が表出してくるのが印象的ではないか。

最後に③このような「自己金融化」の「意義」が総括されねばならない。さてこの「意義」に関する論理的焦点は2つに整理できるといってよく、そのま

ず1つは「自己金融化→過剰資金形成」という論理図式に他ならない。つまり、自己金融化の進展とは「留保利潤」が「新規投資」を継続的に超過するという
こと以外ではない以上、それを企業保有資金ポジションの点から性格づければ
明らかに「過剰資金の累積」を意味することはいうまでもない。したがって、
「生産的投資」に対して「過剰な」この巨大な資金プールが、やがて株式市場
へと投機的に流入して「株式ブーム」の一大資金源となっていくのは火を見る
よりも明らかであろう。要するに、「自己金融化」こそ株式ブームの1つの巨大
な資金源を構成した点が、まず第1の重要な「意義」だと考えられる。

ついで2つ目の「意義」として「自己金融化→生産的証券発行の停滞」とい
うロジックが指摘されてよい。この場合、『「生産的」以外』の「非生産的証券
発行」とは具体的には例えば「投資信託・金融会社・商社」などの——しかも
「持株会社化」あるいは「吸収・合併」に関する金融操作に関わる——証券発
行を意味するが、「自己金融化」の進展は「生産的証券」発行の必要性を大き
く減殺させつつ、むしろそれとは「逆相関的」にこの「非生産的証券発行」を
顕著に膨張させていく（表5）。やや数量的に押さえると、アメリカ全体の新規
資本発行が20年＝27億ドル→29年＝86億ドルと激増する中で「自己金融化」

表5 非生産的証券発行

(10億ドル)

	(1) 純新規 金 融	(2) 純生産 金 融	(3) 純生産金 融の割合 (2)/(1)(%)	(4) 投資 信託	(5) 公益事業 持株会社
1924	4.5	3.5	76.2	0.04	0.25
25	5.1	3.3	64.5	0.2	0.4
26	5.2	3.2	60.8	0.1	0.5
27	6.1	3.3	53.0	0.4	0.9
28	6.7	2.9	44.1	1.0	1.1
29	9.2	3.2	34.7	2.95	1.0
30	6.1	3.4	57.2	0.4	0.65

(出所) : H. G. Moulton, Formation of Capital, 1935より作成。

備 考 : 純新規金融は償還、政府および外国発行を除く。

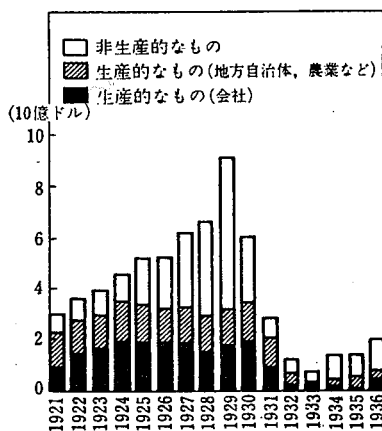
純生産金融は純新規金融から「非生産的」金融を除いたもの。
前掲、吉富、117頁。

を主原因として「生産的証券発行」が激減し、逆に「非生産的」が全体のほぼ2/3を占めるに至る。そしてこのような「非生産的証券発行」の急増（図1）こそ、株式売買投機を生みだしながら経済実体から乖離した株価の急騰を招来させていくのは当然であったかぎり、「自己金融化」の進展は、この方向からも「株式ブーム」形成の主因となったことが否定できない。

次に「アメリカ信用機構の特殊性」の第2側面として（2）「アメリカ金融制度」^{10）}の構造が的確に把握される必要がある。そこで全体の前提としてまず①「アメリカ銀行制度の特質」を視野に入れておくべきだから、そのために最初に（イ）「銀行信用の動向」をみておきたい。さて20年代アメリカの銀行貸付・投資は経済実体の全体的活況と連動してほぼ一直線の持続的拡大をみた。いまその点を加盟銀行の貸付・投資の推移でフォローすると、22年3月段階から29年末にかけて126.5億ドル（54％）もの増加を記録しているのであってその拡張傾向は明白といってよい。そうであればこの信用拡張の支持要因が直ちに問題となるが、それについては通常以下の3点が指摘される。つまり、（a）「貨幣金ストックの著増」——

20年代前半の金流入によって20年9月～24年8月にかけて金ストックが16.7億ドル（65％）増加したが、この金準備増加が加盟銀行による信用拡大を可能にしたこと、（b）「連銀信用の拡大」——特に27年半ば～28年半ばの金流出にともなう信用引締め作用が連銀による信用拡大によって相殺され、加盟銀行準備が補充されたこと、（c）「有期預金の比重増加」——（過剰資金累積・高額所得者層の貯蓄増

図1 非生産的金融の増大



（出所）：G. A. Eddy, Security Issue & Real Investment in 1929, Review of Economic Statistics, May 1937. 前掲、吉富、115頁。

加を起因として)、「法定準備率」の著しく低い「有期預金」(3%)の割合が加盟銀行において21年～28年の間に31%から42%へと大きく増大したが、この比重増が必要準備率の引下げを可能にして準備増加なしの信用拡張を実現したこと、に他ならない。こうして、20年代アメリカにおける銀行信用は、類稀なる順調な持続的拡大軌跡を描いたと整理可能であろう。

では以上のような銀行信用拡張の中で(ロ)「銀行資産構成」はどのように動いたろうか。そこで加盟銀行の収益資産状況に簡単に触れると、例えば(a)「商業貸付の停滞」——21年～29年間に加盟銀行の貸付・投資は48%拡大し「貸付」のみでも42%の伸びを示したにもかかわらず、「農業貸付」や「企業貸付」を含む「その他貸付」だけは——農業不況や自己金融化に制約されて——52%から36%へと大きく低下したこと、(b)「当座預金の鈍化と過剰資金の形成」——商業貸付の伸び悩みが一方で企業の当座預金残高増を抑制するとともに他方で銀行内部に余剰資金を累積させ、その余剰資金が不動産・株の投機的ブームの源泉となったこと、(c)「証券担保貸付の急増」——特に24年半ば以降の激増が顕著で加盟銀行では22年から29年にかけて約2.2倍となり、その結果貸付全体における比率が24%から38%へと急拡大したこと、などの特徴が検出できる。その点で、この「資産構成」変化の中に株式ブーム形成の基礎基盤が深く内蔵されていることが見て取れよう。

こういってよければ(ハ)「銀行信用の変化」はこう整理可能ではないか。すなわち、大企業の自己金融化・中小企業の停滞・農業不況などを条件にして商業貸付は比重低下に陥り、その帰結として、銀行内に形成された過剰資金は主に抵当金融および証券市場へと直接・間接的に流入していく他なかった、と。まさに株式ブームへの刺激剤である。

ついでこの「銀行制度の特質」をふまえて次に②「アメリカ金融市場の構造」へすすもう。最初に(イ)「銀行組織」からみていく必要があるがこの点を「地方一大都市」関連から探っていくと、まず(a)「地方エリア」では、特に農業不況の打撃を受けて地方銀行の困難が目につく。例えば、一方では多数の地方銀行が破綻＝倒産に見舞われたとともに、他方では地方金融・農業金融業

務が都市の金融機関に吸収を余儀なくされた。もちろんそれに対して、各地で小規模な支店制・チェーングループ銀行化・銀行合同などの対処策が講じられたが、その集中度はなお低く依然として弱小な銀行が数多く残存した。それに対して (b) 「大都市エリア」においては、大銀行を中心にして積極的な業務多角化が進行し、その実現を動機として銀行合同や市内支店制が促進されたといっ
てよい。まさにその帰着点としてこそ、資産規模を膨張させた巨大銀行による高度な支配集中が確立をみた整理できる。こうして (c) 「到達点」としては、「地方—大都市」間における、1920年代アメリカ銀行組織の明確な「二重構造型図式」が浮かび上がってこよう。

その場合、このような「二重構造」を結合しその媒介役を演じたものこそ (ロ) 伝統的な「コルレス銀行システム」に他ならなかった。さてアメリカ・コルレス制度の (a) 「伝統的組織」は、「地方銀行準備→都市コルレス銀行預金→金融中心地 (主にニューヨーク) 大商業銀行集中→証券取引所コール・ローン運用」という構図で機能していたが、1907年恐慌で暴露された金融構造の硬直性を打破するために、1914年の連邦準備制度設立を画期として以下の2点について改革が試行されていく。つまりまず1つは (b) 「銀行準備の各連銀への集中」であって、ニューヨークへの銀行準備集中を防止することを目的として、例えば「連銀システムを媒介とした地域間小切手取立・決済の実施」などが始動し始めた。またもう1つは (c) 「二線準備としての手形割引市場の育成」に他ならず、証券取引所コール・ローンに代わって手形割引市場の機能拡大を狙った試みだとみてよい。

一見して明らかなように、いずれの改革試行もアメリカの伝統的金融市場の基本構造に大きな変更を持ち込むものだったが、(ハ) その「帰着点」から評価すればその成果は小さかった。したがって20年代にも「伝統的システム」はむしろ継続し続けたのである。

以上を前提として最後に③「アメリカ金融制度の構造的特質」を総括しておこう。まず最初は (イ) 「コルレス・システムを通した銀行間預金の比重維持」という特徴であって、改革における第1点の不成功の結果といっ
てよい。その

内容にもう一歩立ち入ると、(a)「現状」——加盟銀行準備金のコルレス銀行への集中は相対的には確かに減少したものの、「非加盟州法銀行」の法定準備と二線準備だけでなく加盟銀行の二線準備もが都市コルレス銀行預金へと向かったため、絶対的にはむしろ増加してしまった（しかもこれらコルレス預金は依然としてニューヨーク・シカゴなどの金融中心地の銀行へ集中した）こと、(b)「理由」——ほとんどの中小州法銀行を連邦準備制度内に包摂できなかったことに加えて、地方銀行の過剰資金が大きくしかも商業銀行のファイナンシャル・バンキングへの傾斜が強かったこと、(c)「帰結」——商業銀行の証券関連業務の拡大に対応して、非加盟銀行のみならず加盟銀行までもが、大都市コルレス銀行に対して大量の預金残高を保有し続けたこと、などが注目に値しよう。まさに「伝統的システム」の基本的継続である。

そのうえで2つ目の特徴として(ロ)「BA市場発展の鈍化」¹¹⁾が指摘できよう。いうまでもなくこれは改革の第2点目の不首尾に関わるが、その内容については以下の点に注意したい。つまり、(a)「現状」——たびたびの連銀再割・買入適格条件の緩和によってBA残高は27年以降確かに急増したが、引受銀行のBA投資需要とBAディーラーへのBA担保コールローンは増大しなかったこと、(b)「理由」——BA市場を人為的に育成するために連銀はあえて再割利利率以下でBAを購入したためBA市場割引率は相対的に低く維持されたが、それが二線準備としてのBAの投資魅力を逆に低めたこと、(c)「帰結」——結局、コルレス銀行システムを通して大都市に集中した資金の運用先として、BAを中心とする手形割引市場は証券取引所コール・ローンに取って代わることは不可能だったこと、これである。この方向からしても、株式ブーム刺激型機構は維持され続けたのである。

そうであれば最終的に(ハ)その「構造的特質」はこう整理可能ではないか。すなわち、連邦準備制度設立にもかかわらず、アメリカの伝統的な「コルレス銀行システム」は基本的には維持され続けたのであり、そのため、まさにこの「コルレス銀行システム」を通してこそ、20年代アメリカで形成された過剰資金はニューヨークへと集中されつつ証券市場へ流入して「アメリカ株式ブーム」

をまさに促進・加速したのだ——と。

最後に第3に (3) アメリカ金融機構の現実的動態面を表現する「連銀金融政策」へ目を転じよう。最初に、この時期の連銀金融政策の大枠を規定した①「対外政策」に触れておく必要があるが、それは何よりも「対ポンド支援政策」¹²⁾であった。そこでまず (a) その「背景＝ポンドの実状」だが、周知のようにイギリスは第1次大戦後に大量の対外資産を喪失しただけでなく産業・輸出も停滞を余儀なくされたから、ポンドの弱体化は否定し難かった。それに対して他方アメリカは経常収支の巨額黒字化を享受していたのでポンドの対ドル相場は軟化基調にあり、国際金融機構は脆弱性を内包する以外になかったといつてよい。そのため各国は、ポンド残高をロンドンに準備として保有してイギリスの金本位制維持に協力する体制をとったが、公的資金を含む外国短期資金をこのようにロンドンに吸引しておくためには、ロンドン金利を断えずニューヨーク金利よりも高位に設定しておくことが不可欠であった。まさにこのようなポンドの実状こそアメリカ連銀政策の外枠を制約していく。というのも、ロンドン側での金利引上げには——その景気政策上——極めて大きな限界がある以上、ニューヨーク側の金融緩和が強く要請されざるをえなかったからである。そこで、このような「ポンド支援」に対する (b) アメリカ側の「理由」を整理しておく以下の2点が重要であつて、まず1つは、アメリカの対ヨーロッパ輸出（特に農産物輸出）拡大のために不可欠な「イギリス金本位制の維持＝決済通貨ポンドの高位安定化」という思惑が重要であろう。ついでもう1つとして、「ニューヨークの国際金融センター化促進」という意図も指摘可能であり、ニューヨーク金利のロンドンよりの低位化によってニューヨークにおける起債・証券発行の活発化を狙ったとみてよい。

この点を実際に (c) 「検証」してみると見事な軌跡が描かれる。すなわち、まず「イングランド銀行割引率」が、ポンド金本位制復帰期である24-5年と25年末の4%を除きほぼ例外なく「4.5～5%」の幅で推移しているのに対して、「ニューヨーク連銀割引率」は24-5年（3%）と28-9年（4.5%）を例外としてそれ以外は「3.5～4%」ゾーンで動き続けている。まさしく、株式ブームの終

末点である29年以降を除けば、「ニューヨーク金利をロンドンより低く保つ」という政策が極めて正確に実現された¹³⁾ というべきではないか。

そのうえで、このような「大枠」の内部で実施された②「連銀機能」の内容に移ろう。そこで連銀信用供給ルートに即して連銀機能に立ち入ると、その供与経路には以下の3つがあった。最初に第1ルートは(イ)古典的な「加盟銀行への再割引・前貸」であり、そのコントロール手段が「割引率」であることはいうまでもないが、その実態は伝統的な「真正商業貸付」理念からは大きく逸脱していた。まず(a)その「対象」であるが、商業貸付の停滞に起因して再割適格手形が品薄だったため、連銀による再割・前貸の大部分は「国債担保の、加盟銀行約束手形への前貸」というイレギュラーな形態を示した。次に(b)「割引率」の点でも正常性を欠き、連銀の割引率は銀行プライム・レートやCPレートを下回っていたから、「罰則レート」として作用しないどころか加盟銀行の準備不足を容易に補充する結果となったとみてよい。したがって(c)その「効果」という面でも限界を残し、連銀借入増減の主導権はむしろ加盟銀行側に握られていた以上、割引政策の効果は小さくその重要性はむしろ低下傾向にあったと整理できよう。

次に第2ルートとして(ロ)「引受手形の買入れ」が指摘されてよい。つまり、引受手形市場育成を目指して連銀再割利率以下で意図的に引受手形を買い入れた操作に他ならないが、特に秋の農作物収穫期に対応した農産物輸送・輸出金融のサポートに対して大きな意味を持った。その際、その手続としてはディーラーを経由して主にニューヨーク連銀が買い入れに従事したため、ニューヨーク市場への連銀信用の過剰供与に繋がりが易かった。

最後の第3ルートは(ハ)「政府証券オペレーション」である。いうまでもなくこれは当時しだいに重要性を増していたいわゆる公開市場操作であるが、その場合に注意が必要なことは、このオペレーションに重大な「抜け道」が無視できないことであって、加盟銀行は、買オペ＝金融緩和に対しては「連銀借入の返済」でまた売オペ＝金融引き締めに対しては「連銀借入の増大」でそれぞれ対応した。その結果、このような公開市場操作は加盟銀行サイドにおける連

銀借入の増減によって「中和＝無効化」されたわけであるから、その点に、このようなオペレーションを通す連銀信用調節能力の限界がみてとれよう。

そうであれば、以上を前提として最後に③「連銀金融政策の限界」は次のように総括可能ではないか。つまり、連銀信用供給経路に関して具体的に確認したように、その3ルートそれぞれに難点があった結果、連銀は自己の信用供与量さえ十分にはコントロール不能であった。いわんや、連銀システム外部（主に都市コルレス銀行を媒介としたシステム）を貫流する過剰資金流通を調節しつつ株式市場へのその流入をチェックすること、などは一層不可能であった。要するに連銀は、内外資金の株式ブームへの流入を規制できなかったという以外にないのであり、そのことが、最終的帰結としては、一方でアメリカ株式ブームを生みだしつつ他方で国際金融機構の崩壊を不可避にしたことが明白であろう。

[3] 国際金融 最後にアメリカ株式ブームを帰結させた第3要因として無視できないのは国際金融体制である。そこで最初に第1にその基礎として(1)「アメリカ国際収支動向」をフォローしておく必要があるが、まず④「貿易収支」¹⁴⁾はどうか。その点を(a)さしあたり「輸出」からみていくというまでもなく全体として好調を持続するが、その構成には大戦後一定の変化がみられ、戦前の大宗を占めた農産物輸出は戦後恐慌後は停滞に転じる。それに代わって輸出品の中軸を占めるに至ったのが新興重工業製品（自動車・機械など）であったのは当然であって、1920年代においてアメリカの「工業国型」輸出構造が定着していく。次に(b)「輸入」に目を向けると、資本蓄積に必要な主要原材料と食料品はほぼ国内で調達可能だったから、輸入品の多くは「補完的・原材料」と熱帯産物などの一次産品（コーヒー・生ゴム・生糸・カカオ豆）などに限られた。その点で、特にヨーロッパからの工業製品輸入がその比重を高め得なかったことに注意しておきたい。

以上をふまえて(c)「貿易収支」全体としてはどうか。まず一方で「対後進国関係」では、原材料・食料輸入が工業製品輸出を超過して入超を示すが、他方で、「対ヨーロッパ関係」においては原材料・食料輸出が工業製品輸入を上

回って出超だし、「対新興諸国関係」でも工業製品輸出が原材料・食料輸入を超過して出超傾向を示す。したがって、アメリカ貿易収支が構造的黒字基調で経過していくのは周知のことだが、しかしそれは20年代世界貿易に無視し得ない基本的制約を持ち込んでいく。すなわち、1つには、生産性が高くコストの安いアメリカ重工業製品輸出拡大がヨーロッパ工業諸国の輸出をそれだけ圧迫したことは当然だし、もう1つには、アメリカにおける主要農産物輸入の伸び悩みが、農業不況下で世界的な農産物過剰にヨリ一層拍車をかけた点も決して無視できない。

ついで②「貿易外収支」に目を移すとここでは一定の安定化が回復される。つまり、一面で、観光支出・個人送金などの項目で巨額の「支払」が持続したものの、他面で、大戦による債権国化が大規模な利子配当収入や戦債返済などの「受取」を実現したため、「支払—受取」収支はほぼバランスを取り戻す。こうして、アメリカ「貿易外収支」は戦前来の赤字基調を脱却し、20年代には均衡軌道を進行していくといつてよい。

そうであれば③「経常収支」の全体動向は以下のように集約可能であろう。すなわち、大戦後アメリカ資本主義の巨大伸張に基礎づけられつつ、アメリカの経常収支は戦前の小幅黒字から大幅黒字化へと決定的かつ構造的に転換したのだ——と。そしてその結果、特にヨーロッパ諸国は持続的なドル不足に直面したが、それに制約されて諸国の対ドル為替相場は旧平価以下への下落を免れなかったから、金本位制国アメリカへの金流出が続いた。まさにそれへの緩和策としてアメリカの資本輸出が脚光を浴びていくのである。

そこで次に第2に(2)「アメリカ資本輸出」¹⁵⁾に立ち入った考察を加えなければならない。最初に①「証券投資動向」はどう把握できるか。そのためにまず(a)その「背景」からみていくと、アメリカ証券投資活発化の直接的契機は何よりも24年の「ドーズ・ローン」の開始にあり、それ以後28年半ばまで極めて大規模にすすめられていく。そしてこのような背景からも十分予想可能なように、アメリカ証券投資の半分近くが対ヨーロッパ証券で構成されたのは当然であろう。そのうえで(b)その「実態」をフォローすると、このような

新規証券投資に加えて直接投資も増加したから、他方での外資流入を相殺しても極めて巨額の資本流出が記録され、特に24年以降長期資本収支の大幅赤字が持続した。例えばいくつかの数字を拾うと、アメリカ長期資本収支赤字は、21年＝592百万ドル→24年＝700百万ドル→27年＝1037百万ドルという軌跡を描くから、アメリカ資本輸出規模の大きさが一目瞭然といつてよい。こうしてアメリカにおける過剰資金はこの外国証券投資によって一応その処理が可能になっていたが、(c) その「効果」という側面では以下の点が重要ではないか。すなわち、このようなアメリカ对外投资によるドル供給こそ国際的な金本位制の再建・維持をサポートしたのであって、まさにそれを通してのみ、24年＝ドイツ金本位制実施、25年＝イギリス金本位制復帰が実現したこと、これである。その意味で、再建金本位制はアメリカ資本輸出によって辛うじて支えられていた点が軽視されてはならない。

しかし28年半ば以降になると②「アメリカ資本輸出の転換」が進行する。換言すればアメリカ資本輸出の構造的縮小「傾向」への「転化」に他ならないが、まず (a) その「実態」を確認しておきたい。ざっとした数値でフォローすれば、事実、長期資本収支の流出超過額（百万ドル）は27年＝1037→28年＝847→29年＝279となって27年を画期として顕著な減少に転じるが、その要因としては、一方での新規外国証券発行の急減と他方での既発行証券取引に関わる外資流入増加の作用が大きい。確かに直接投資残高はなお増大基調にあるとはいえ、趨勢的にみれば、長期資本輸出は28年半ばを分水嶺として急速に収縮へと舵を切ったという以外にないのである。ではこのような資本輸出急減の原因はどこにあったのか。その場合、大きくは2つのポイントが重要だが、最初に (b) 「原因Ⅰ」はいうまでもなく——後に詳論するように——アメリカ株式ブームによるアメリカへの資金環流作用であろう。その立ち入った検討は次項の課題だが、株式ブームの盛行とその阻止のための金利騰貴が、外国証券発行を急縮させただけでなくかえって外国投資資金の環流をも惹起させて資本輸出を急激に減少させたわけである。ついで (c) 「原因Ⅱ」として「発行外国証券の質低下」¹⁶⁾ が指摘されてよい。つまり、新興中小投資銀行の投機的活動に促

されて、不健全な外国証券がすでに過剰に発行されていたのであり、そのため、借入資金の使途が不生産的なものに集中したり、もっぱら債務返済をのみ目的とした証券発行などが目立って増加する有り様であった。要するにその限界がすでに露呈し始めていたのである。

そうであれば最後に③「アメリカ資本輸出の意義」は次のように総括可能であろう。すなわち、アメリカ資本輸出は、その構造的な性格上、借入国経済の発展・輸出拡大を促進することを通してその債務返済能力を育成しつつ世界経済全体の有機的拡張を実現可能にする——という機能を果たし得なかったこと、これである。むしろ、アメリカ資本輸出は、第1次大戦がもたらした世界経済の構造的脆弱性＝不安定性を資金循環という方式において補完しその構造的亀裂を金融的に糊塗するに止まった、と整理されるべきではないか。

最後に第3として、以上のような「アメリカ資本輸出」の展開基盤を構成した、(3)「国際金融システムの変質」¹⁷⁾をも視界に取り込んでおかねばならない。そこでまず①「ロンドン市場の地位低下」が前提になるが、ロンドン市場の役割低下は一筋縄にはいかない。いうまでもなく、大戦以降、国際資本市場の中核がロンドンからニューヨークへ移動しつつあったことは否定しえないが、ロンドンで永年培われてきた専門業者の伝統的金融操作手腕・国際商工業中心地ロンドンの地理的便宜性・ロンドンを結節点としたイギリス海外銀行の世界的なネットワーク、などを条件として、ロンドンは主要な貿易金融・国際決済センターとしての地位を依然として保有しつつけた。要するに、国際商品市場と為替市場とはなおロンドン市場が優位性を維持したが、それに対して②「ニューヨーク市場の特殊機能」は、主として「国際的資金吸引力」という面で顕著な対ロンドン対抗的表出を遂げた。つまり、まずその(イ)「背景」としてはすでに確認したアメリカ証券投資の拡大がその契機をなしたと考えてよく、ニューヨーク金融市場は、証券市場を中心としたこの国際金融センター化を基盤にして「預金強制力」のみならず「資金吸引力」をも十分に発揮していくことになる。そこで最初に(ロ)「預金強制力」としては、ニューヨークでの外国証券発行の取得金の一部は、例えば(a)利子支払・割賦償却のための

基金 (b) 手形引受信用調達のために必要な決済用の拘束預金 (c) 金為替本位制諸国中央銀行の国際準備、などとしてニューヨークに滞留した。さらに (ハ) 「資金吸引力」という点では、(a) ロンドンと比較して高利回りの外国証券への外国人投資 (b) 資本逃避あるいは投機的なキャピタル・ゲインを目指した外国人の証券投資 (c) 高利を求めたブローカーズ・ローンへの外資流入、というルートで、外資が直接・間接的にニューヨーク市場へ吸引されたといつてよい。こうして、外資のニューヨーク滞留傾向も一面で強く作用し続けていく。

まさにこの点を転回点としてこそ最終的には③「ポンド支援政策」が登場せざるをえない。というのも、すでにみたように、アメリカは、一方では新規外国証券投資の増大によって資本輸出を拡大したものの、他方で外資のニューヨークへの滞留・環流を強めたから、世界的なドル不足の解消は基本的には実現せず逆に国際通貨ポンドへの圧迫＝ポンド相場低落危機も十分には緩和されえなかった、からに他ならない。この点は根本的には再建金本位制の基本的限界という以外にないが、ここにこそ、「対ロンドンに比較してのニューヨーク金利の低位化」という、アメリカ連銀の中核の金融政策＝「ポンド支援策」が発動されざるをえない根拠があったのはいまや明白であろう。そしてこのニューヨーク金利の政策的低位化の先に、株式ブーム自体が待ち構えていたのは周知のことではないか。

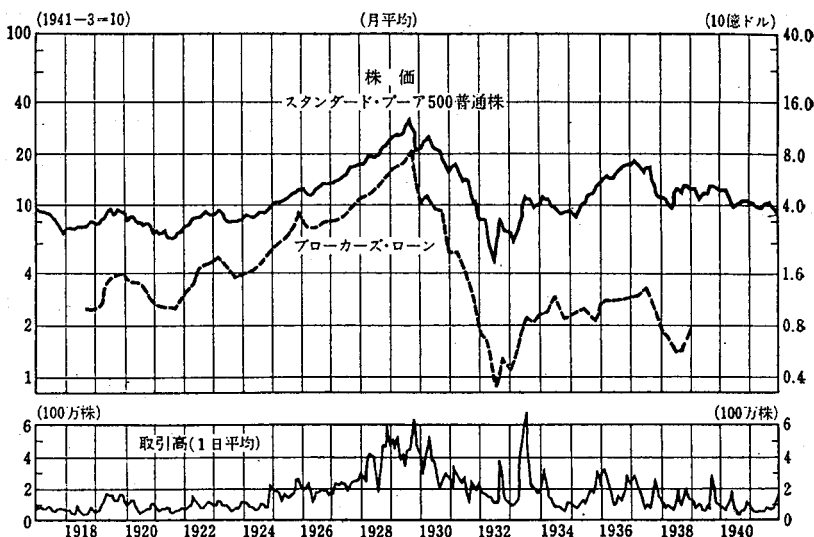
Ⅱ アメリカ株式ブームの展開過程

[1] 第1局面 では、以上のような基本枠組みに条件づけられながらアメリカ株式ブームはどのようにして形成されていったのか (図2)。そこでここでは、1928年以降におけるアメリカ株式ブームの形成・崩壊過程をさし当たり4局面に区分してフォローしておかねばならない¹⁸⁾。まず「第1局面」は「連銀による金融引締め」期 (28年1月～7月) であるが、最初に第1に (1) 「連銀金融政策」はどのように動いたのか。さてすでに27年末から加盟銀行による証券担保貸付・投資増大が目立ってきていたが、このような株式投機への銀行資金流入を規制するため、①28年を迎えて連銀は「引締政策」に入った。まず各

連銀は1～3月の間に割引率を4%に引き上げただけでなく、引受手形買入れレートの引き上げと売オペをも実施して引き締め基調へと転換する。その結果、連銀信用・加盟銀行準備が減少に向かったため証券担保貸付およびブローカーズ・ローンに削減され、2月後半まで株価・出来高とも一応の低下が実現した。しかしこの小康状態は直ぐに暗転をみるといい。つまり、3月以降に株式投機が再燃してコール・レートが急騰を開始すると連銀引き締めはその効果を喪失するのであって、このコール・レート急騰に吸引されてブローカーズ・ローンはむしろ急膨張していく。そしてその中で、加盟銀行は3～5月に連銀借入を3億ドルも増加して準備を補強しつつ証券担保貸付を拡大させたから、2月下旬から5月上旬にかけて株価上昇（16%）および出来高・株式発行の急増が帰結する他なかった。

そこで②連銀は4月下旬～6月上旬に第2段階目の「引き締め」に着手せざるをえない。すなわち、連銀は連銀信用の株式投機への参加を阻止するために割

図2 株式市場



(出所) : Board of the Governors of the Federal Reserve System, Historical Chart Book
前掲、吉富、109頁。

引率を4.5%へと上げるとともに5月には引受手形買入れ利率の引き上げをも実施した。このような操作を通してある程度の落ちつきが到来し、連銀借入れ拡大は持続したものの、他方での金流出・売オペの続行とも相まって、連銀買入手形削減・加盟銀行準備減少・証券担保貸付縮小が辛うじて進行していく。その結果、ブローカーズ・ローンと株価も6月以降急落をみた。

しかし事態はもう一山越えねばならない。というのも、6～7月にかけて、株価回復→コール・レート急騰→ブローカーズ・ローン急増→加盟銀行の連銀借入れ増加→証券担保貸付拡大という連鎖が再開したからに他ならず、これに対処するために③連銀は3度目の「引き締め」に向かう。具体的には、まず7月中旬～8月初めに連銀8行は割引率をさらに5%にまで引き上げたのに加えて、引受手形買入れもそのレートを高くした。その結果、加盟銀行は証券担保貸付を削減して連銀借入れの返済を余儀なくされたから、ブローカーズ・ローン減少→株価停滞→出来高・新株発行急減がようやく表面化したといってよい。

では第2に(2)この「第1局面」の意義はどう把握したらよいのか。そこでこの「意義」をとりあえず「国内面」と「対外面」に分けてみると、まず①「国内面」では、この28年1月～7月下旬における連銀の引締政策は、連銀信用の株式投機への流入規制という点では一応の成果をあげたと整理されてよい。なぜなら、総体的に集計すると、一面で、加盟銀行貸出＝5億ドル増がありながらも、他面で、政府証券保有＝4.2億ドル減、買入手形保有＝2.2億ドル減という引き締め作用の結果、連銀信用全体は1.7億ドルの減少が帰結するからである。それを通じて加盟銀行準備も1.7億ドルの縮小になっているわけであり、それが加盟銀行における証券担保貸付の2.1億ドル削減につながったのは明白であろう。

次に②「対外面」の評価はどうか。この点は主に為替相場作用に関わるが、この局面における株式ブームの進行とそれに対処するための引き締め政策とは、ポンドの対ドル相場の軟化を引き起こした。つまり、この引き締めはニューヨーク市中金利の高騰を招いて、5月以降はロンドン市中金利を超過したから、ロンドンからニューヨークへの資金移動→ポンド相場下落→アメリカから

の金流出停止、が進行したことになる。その意味で、この第1局面では、ボンド支援へのむしろ逆効果こそが発現したと総括されてよい。

そのうえで最後に第3に(3)この「第1局面」の「限界」をものごころに理解しておく必要がある。まず①その「背景」を確認しておくと、その「限界」の焦点は、以上でみてきた連銀の引き締め政策が何よりも「対ニューヨーク加盟銀行市場」に限定されていた点にこそあろう。つまり、立ち入って追跡してきたように、金流出・買入手形削減・売オペなどを通じた連銀の引き締め作用は確かに対ニューヨーク市中銀行対策としては一定の効果を発揮した（ニューヨーク市中銀行＝ブローカーズ・ローン6.9億ドル削減）が、ニューヨーク市外銀行に対してはその事情を大きく異にしていた。約言すれば、「ニューヨーク以外のしかも非加盟銀行」へは連銀政策は十分に浸透しえなかったのである。そこで②「ニューヨーク市外銀行」の「実状」に簡単にふれると、市外銀行は、コール・レート急騰に刺激をうけて市中銀行から預託資金の一部を引き出し、それを市外銀行勘定に移してブローカーズ・ローンをむしろ拡張（1.7億ドル増）していった。さらに、大企業・高額所得者などの一般顧客も高利を求めて（この市外銀行ルートを通して）預金の一部を融資したので、「その他勘定」のブローカーズ・ローンは結局9億ドルもの増加をみた。

したがって③この「第1局面」の「限界」はこう総括可能ではないか。すなわち、連銀の引締政策は、コルレス銀行システムを通じた地方銀行資金の株式投機への流入を的確には抑制できなかっただけでなく、さらに顧客資金の流入コントロールに対してもその性格上全く無力だった——と。アメリカ金融制度の限界に大きく規定されているといえよう。

[2] 第2局面 次に「第2局面」は「連銀による信用拡張」期（28年8月～12月）に他ならない。最初に第1に(1)「連銀政策」の動向が前提となるが、大まかにいって、この局面では引き締めと矛盾する政策の現実化が目につく。まず①その「背景」に着目すると、連銀はこれまでの金融タイト化に背を向けるように7月26日に——引受手形買入レートの引き上げと同時に——この引受手形の大量の買い入れを開始する。このような操作が一見して矛盾しているこ

とはいうまでもないが、当局の意図としては、株式投機を刺激せずに、秋の通貨・信用需要（特に農産物移動・輸出信用需要）に対応しようとしたいわば苦肉の策といえた。しかし②その「実状」の点から確認すると株式ブームを再燃させる以外にはなかった。その推移に若干立ち入ると、一方で、市場金利上昇のため8～12月間に連銀買入手形が3億ドル以上も増大したのに加えて、他方で、金ストックと連銀の政府証券保有も増加したから、最終的には、必要通貨量増大要因は相殺されて過剰資金はむしろ膨張気味に動いたといつてよい。その結果、加盟銀行は連銀借入を0.5億ドル返済しても準備をさらになお1億ドル近く補強したといわれる。そうであればこれが株式投機を刺激するのは当然であり、加盟銀行の証券担保貸付＝4億ドル増→ブローカーズ・ローン＝10億ドル増という経路を経て、最終的には株価の再急騰と出来高・新株発行増加に帰着するのは当然であった。こうして、一時休止していた株式投機が再び燃え上がっていく（表6）。

では③連銀が適切な引き締め策を取り得なかった「理由」はどこにあったのか。その点に関しては以下の2点が考慮に値するが、まず1つ目は「大統領選挙」との関わりであろう。つまり、秋にこれ以上割引率を上げることは農業・中小企業を中心として国内経済を圧迫することになるので、大統領選挙を控えて実行に困難が伴った。また2つ目は「ポンド支援」との関係が無視できない。例えば売オペを通すニューヨーク市場での引き締め操作は、さなきだに増大しつつある外資を一層強く吸引することになる以上、ポンドを始めとする外国為替への圧迫をさらに促進す

るとの懸念において忌避された。

そこで第2に（2）この「第2局面」の「意義」が問題となろう。さて、こうして28年8月以降、アメリカにおけるいわば「本格的」

表6 1926年以降の株価の上昇率

(1935—39=100)		
期 間	株価の動き	上 昇 率
1926.1—12	107.5—111.3	3.5%
1927.1—12	111.5—140.3	25.8
1928.1—12	141.9—181.0	27.6
1928.12—1929.9	181.0—237.8	31.4

（出所）：G. H. Moore, Business Cycle Indicators, Vol. II, 1961, P. 108.
前掲、吉富、112頁。

な株式ブームが隆盛を示すが、その影響はとりわけ国際金融面において顕著な姿を表出してくる。すなわち、28年夏以降、繰り返してみてきた如く国内株式発行が急増するが、まさにそれとは逆相関的に外国証券発行は見事に急減に転じていく。例えば利回り上昇が減少の具体的理由といってよいが、この証券発行急減によるドル資金不足を補うために、債務国の多くは借入国の銀行が仲介・保証する融通手形に依存する以外になかった。こうして、債務国は長期借りの一部を短期借りに転換するという「危険な」道を選択したものの、それでもドル不足は解消できなかったから、この株式ブームの伸張が特に外国に金融的圧迫を加えたのは明瞭というべきではないか。

そのうえで最後に第3として(3)この「第2局面」の「帰結」が「対ポンド」との関係で以下のように整理可能であろう。まず①「資金移動」の面では、1つには既発行証券取引における、英国人のアメリカ株式購入によってアメリカへの巨額の外資流入が生じた他、2つ目にコール・レート急騰に誘引されて、イギリスからブローカーズ・ローンへと多量の外資流入が発生した。いうまでもなく、イギリスからアメリカへのこのような大量の資金移動はついで②「ポンド相場」の低落を余儀なくした。つまり、ポンドの対ドル相場は急落して金現送点を割り込み、イギリスからアメリカへ、9～11月には3200万ドル、29年1～2月には2800万ドルの金が流出した。それに対する③「イギリスの対応」が重要だが、イングランド銀行総裁ノーマンは金準備を守るために、2月7日にバンク・レートを5.5%に引き上げてようやく金流出をくい止めた。だがこの引き上げは「両刃の剣」という以外にはなく、これによって、28年8月以来減り始めていたロンドンにおける外国証券発行はさらに低落傾向を強めヨリ一層の外資不足に呻吟することになったといつてよい。

[3] 第3・4局面 さて最後は株式ブームの頂点への到達およびその崩壊の局面だが、具体的には2つの局面から構成される。まず前半の「第3局面」は「準備局による道徳的勧告」期(29年2～6月)であるが、第1に(1)「連銀政策」の展開から入っていこう。最初に①その「背景」を押さえておくと、すでにみたようにニューヨーク株式ブームによる諸外国金融への圧迫は深刻の度を

増していたし、加えて29年に入ると季節的な通貨・信用需要も峠を越したので、連銀はようやく政策変更のチャンスを手に入れた。その場合、この政策変更のポイントは「引受手形買入政策—割引率政策」相互のポリシー・ミックスにあり、そしてそこからこそ「準備局による加盟銀行への『勧告』」という新しい事態も生じてくると考えてよい。そこで②その「内容」に立ち入ると、連銀は1月初め～3月下旬にかけて手形買入レートを5回引き上げてまず引受手形買入政策の転換を計った。しかし他方で連銀割引率は5%に維持されたから、手形買入レートが割引率を上回るという「異例の」状況が発生するとともに、「買入レート—割引率」間での「ポリシー・ミックス」関係が結果的に採用されたとはいえよう。その背後には、ニューヨーク連銀などから割引率6%への引き上げが申請されたにもかかわらず、国内経済における信用需要への圧迫を懸念して連邦準備局はそれを許可しなかったという経緯もあるが、この「ズレ」を補完するものこそこれまた「異例の」「連銀勧告」に他ならない。すなわち、準備局は、割引率引き上げの代償行為として、2月以降、加盟銀行に対して、連銀借入に依存した株式投機への信用供与を自粛するよう「勧告」という政策に踏み切ったわけである。

では③この「勧告政策」の「効果」はどうか。まず連銀信用動向では、買入手形＝4億ドル減、政府証券保有＝1億ドル減、となったから、金流入2億ドルおよび通貨還流3億ドルを相殺した。このような連銀信用鈍化基調に対して、加盟銀行はその準備を2億ドル程度減少させざるをえなかったが、その減少は運用全体の減少には直結せずに、投資＝4.8億ドル減、貸付＝5億ドル増というむしろ若干の拡張によって処理されていく。そのうえで加盟銀行の運用構成にまで立ち入ると、何はともあれ一応勧告を受けていたのでブローカーへの証券担保貸付は6億ドル近く削減をみてはいる。それは否定できないが、しかし他方で、一般顧客向け証券担保貸付＝4.4億ドル増、「その他貸付」＝6.3億ドル増がすすみ、それがブローカーズ・ローンに転換されて株式市場に流入したことも事実であった。

こう辿ってみると第2に(2)この「第3局面」の「意義」はこう整理できよ

う。つまり、このような「道義的勧告政策」は株式投機のこれ以上の過熱化に対しては一応の歯止めの効果を発揮したと評価されてよい。いくつかの数字で確かめると、まずブローカーズ・ローン¹⁹⁾は3月末～6月上旬にかけて減少傾向で推移したし、これに規定されて株価も3月末～4月に下落した後6月までは停滞水準という軌跡を描く。それと歩調を合わせて株式出来高・発行高も落ちつきをみせていくから、「第3局面」における「勧告政策」を通して、全体としては、株式ブームにおける一層の過熱化が一応阻止されたと考えられよう。

しかし第3に(3)「第3局面」の「限界」も見落とされてはならない。まず①その「ポイント」を絞ると、確かに株式ブーム過熱化がこの局面で一層加速したとはいえないものの、「第3局面」の焦点をなす「連銀手形買入レート引き上げ・道義的勧告政策」が、結局は、加盟銀行の連銀借入をチェックしつつ株式投機への資金流入を抑制することに成功しえなかった点は、やはり無視できない。そこにこそこの「第3局面」の「限界」が表れているが、その「限界」は次に②その「転換」の中で如実に示されていく。

つまり、短期金利が21年以来の高水準に達したことに加えて、「勧告」の株式投機抑制効果に疑問が生じて準備局内部でも疑問が提起されたため、6月12日以降は道義的勧告政策に緩和の色彩が強まった。その結果、わずか1ヶ月間でニューヨーク市中銀行は再び連銀借入れ増加スタンスに回帰＝「転換」し、それを原資としてブローカーへの証券担保貸付を拡張したといつてよい。要するに「元の本阿弥」以外ではないが、こうして③「最終帰結」としては、株価が、公共事業株や化学株などの投機的株式¹⁹⁾を中心として急騰を開始するとともに、出来高・発行高も再燃し始めていく。「奈落の底」がその先に待っている。

そこで最終場面＝「第4局面」は「ニューヨーク連銀割引率引き上げ」期(29年8～10月)に他ならない。最初に第1に(1)「連銀政策」が大枠として把握される必要があるが、①まず基本的「基調」としてはいうまでもなく「引締政策」が追求されざるをえない。というのも、すでにフォローした通り「第3局面」の帰着点として株式投機の再燃が明瞭になったからであって、この株

式投機の抑制のために、高水準に達している連銀借入れの減少を目指した割引率引き上げが日程に上ってきたとみてよい。にもかかわらずこの引締政策を一本調子で実行できないところに事態の難しさがあった。つまり、他方で②「金利上昇の悪影響」が表面化してきているのであるが、その「悪影響」は以下の点で特に目立つ。例えば、(a)「抵当借入・不動産債券の売却の困難化」とそれによる「住宅建築の急減」、(b)「CPレート騰貴による消費者信用の圧迫」とそれに伴う「自動車販売・生産の減退」、(c)「農業・中小企業金融への直接的圧迫」、(d)「債券利回り上昇」による州・地方自治体における「債券発行の延期」、などであって、明らかにアメリカ景気全体の停滞化を加速する要因そのものであった。したがってそうであれば、③「帰結」としては以下のような政策スタンスに立つ以外になかったろう。すなわち、「株式投機抑制」と「金融緩和」という相矛盾した目的をもつ政策——これである。では、実態は一体何か。

そこで第2として(2)「第4局面」の「実態」に立ち入ってみよう。まず①「ニューヨーク市中銀行」の動向を追うと、準備増強の進捗が見てとれる。すなわち、連銀は、一方の「緩和策」の柱として7月12日と8月9日の二回にわたって手形買入レートを引き下げた(他方の「引締策」の一環として割引率は6%に引き上げた)が、それにより、連銀買入手形は——割引率以下になったので——10月半ばまでに2.8億ドルも増加した。その結果、ニューヨーク市中加盟銀行は連銀債務を2.6億ドル返済してもなおかつその準備を積み増したしたのである。それに対して、②「ニューヨーク市外銀行」はいかなる状況にあったろうか。さてニューヨーク株式投機によって市外銀行はニューヨークへの資金流出に見舞われたが、その不足分を連銀借入(1億ドル)増で補いつつ準備をむしろ増強し、結局は投機信用を拡大した。例えば、「その他勘定」の急増を通してブローカーズ・ローンを間接的に拡張させたのみならず、ブローカーへの直接貸付をも1.5億ドル増加して株式投機に油を注いだのである(図3)。要するに、株式ブーム資金の膨張が手に取るように分かる。

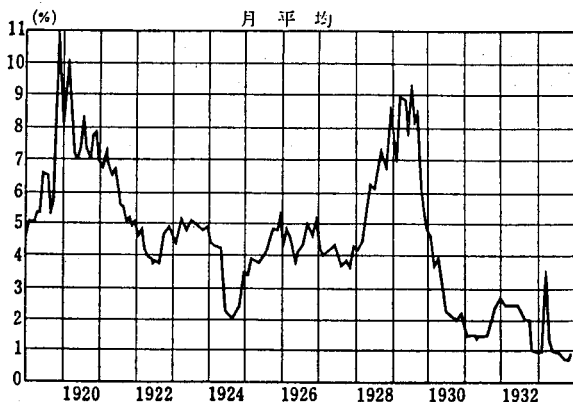
そうであれば③その「帰結」はもはや明白ではないか。こうして、ニューヨ

ーク連銀割引率引き上げの引締効果は、連銀の手形買入れ操作によってほぼ相殺されたといわざるをえない。事実、株価は9月19日まで騰貴し続けたし、株式発行も投資信託株・持株会社株を中心としてさらに異常な急増を示していくのである。まさに「ブーム」に他ならない。

最後に第3に(3)この「第4局面」の「意義」を特に国際金融に即して整理しておきたい。まず何よりも①「国際金融への圧迫」が再確認される必要がある。この点は、株式ブームの展開過程で繰り返し表面化した問題だが、いまや株式ブームの頂点に到達してその困難もピークに至る。つまり、株式ブームの制限なき過熱化によって対外投資の激減は極限值を示し、外国証券は債券利回り上昇に制約されてますます抑制され続けていく²⁰⁾。その結果、29年四半期以降に入るとヨーロッパ・アジア・オセアニアの発行はほとんど消失し、ドイツに至っては皆無に落ち込む。こうして、ヨーロッパ再建と世界農業不況とを金融的に支えてきたアメリカ対外投資がいまや激減したわけであり、その結果、世界経済の脆弱性が一挙に露呈せざるをえない以上、再建金本位制が瓦解の道を歩み始めるのは、いまや時間の問題だというべきであろう。

次に②「外国資金の吸引」も無視できまい。別の箇所でも指摘したが、ニュ

図3 ブローカーズ・ローンの金利



(出所)：前掲、吉富、167頁。

ーヨーク株式ブームの極限的過熱は外国資金を強力にアメリカへ引きつける。その場合、その吸引ルートに関しては、(a)「既発行証券取引による外資流入」(b)「金利裁定による外国短資流入」の2つが特に重要だが、それを媒介としたアメリカへの外資流入によって、最終的には(c)「外国通貨の対ドル相場下落」と「対米金流出」とが帰結せざるをえない。こうして、この面からも再建金本位制の瓦解必然性がまさに色濃く検出可能ではないか。したがって、③「最終的意義」はこう総括される以外にはありえない。以上のようにして国際的な過剰資金はニューヨーク株式ブームに吸収されることになるが、その結果、ドルの支えを失ったポンド・マルクはそれぞれ通貨危機に直面する以外になくなり、そこから、再建金本位制は崩壊過程を辿り始めるのだ——と。まさに株式ブームの波及力といえよう。

Ⅲ アメリカ株式ブームの崩壊帰結

[1] 崩壊契機 こうしてアメリカ株式ブームはいまやその終楽章に突入するが、まず第1に(1)「暗黒の木曜日」に至る過程をみておこう。最初に①その「直接的契機」だがそれは2つある。つまり、その1つ目はいわばアメリカ株式ブームの「実体的基盤」の喪失であって、29年後半以降になると、自動車・鉄鋼などを中心としてアメリカの工業生産がとうとう絶対的な後退を示し始める²¹⁾。繰り返して指摘してきたように、これまでも自動車・住宅・重工業などの生産伸び率鈍化はすでに明瞭に表面化してきていたが、ついにその「絶対的」収縮もがもはや否定しえなくなったといつてよい。まさにこのような工業生産減退が8月末に報じられるに及んで株式市場に重大な緊張がまず走った。しかしそれだけではない。それに加えてもう1つとして、9月末には、イギリスにおける、ヘイトリーの破産およびそれを引き金とするイングランド銀行バウクレート引き上げの事実がアメリカに届く。先に進行したアメリカ工業生産減退とこのイギリスでの破綻発生とがまさに重奏して、ここニューヨーク株式市場にもいまや緊急事態が惹起されざるをえない。まさしく株価の値崩れが始まった。これこそ株式ブーム崩壊の「直接的契機」になっていこう。

ついでこの「直接的契機」が②株式ブーム崩壊の「現実化要因」を呼び起こす。つまり、これも2面からなり、1つは、金利裁定取引の「利幅」縮小に起因する外資流入の停止→ヨーロッパ為替の対ドル相場上昇→アメリカへの金流入ストップ、という論理から生じる「金流入停止」であり、もう1つは、10月第2週以降に発現したコール・レートの6.5%以下への低下→外資の外国への引き揚げ、というロジックから引き起こされる「外資流出」に他ならない。まさに、株式市場を巡る対外金融動向において「逆の潮目」が動き出したとみる他ないが、その結果、加盟銀行の「その他勘定」におけるブローカーズ・ローンは減少に転じていく。そうであれば、このブローカーズ・ローンの潤沢さこそ株式投機を辛くも支えていた「命綱」であった以上、その急減が株価に致命的打撃を与えざるをえないのは一目瞭然であろう。果たせるかな③「暗黒の木曜日」の到来である。この間、株価は10月第3週まで値崩れ状態で穏やかな下落を続けていたが、ついに23日に暴落を開始し、翌24日に到ると1300万株近くが売却に出される大暴落に陥った（「暗黒の木曜日」）。さらに翌週に入っても暴落は収まらず29日にも約1650万株が投げ売りされて、大暴落に見舞われ続けたといってよい（「暗黒の火曜日」）。しかしこれがまだ崩壊の「底」ではおおよそなかった。

そこで第2に（2）「暗黒の木曜日」以降の経過に目を移そう。まず①「金融市場動向」に着目するとブローカーズ・ローンの急縮が特に目に付く。つまり、株価暴落が一度始まると、それを嫌ってこれまで株式投機を支えてきたコルレス勘定のブローカーズ・ローンは急激に回収され始める。事実、10月23～30日のわずか1週間の間に「その他勘定」が13.6億ドル、市外銀行勘定が7.3億ドルの合計20億ドル以上も縮小したのである。一見して、ブローカーズ・ローン減少は明白だが、それに対して②「銀行行動」はどのように動いたろうか。その場合、特にニューヨーク市中銀行の行動をみると全体的には信用供給を増加させて、株式市場の防衛に当たった。例えば、このようなコルレス銀行システム方向からする株式市場資金減少に対抗して、ニューヨーク市中銀行は、まず1つには、自行勘定のブローカーズ・ローンを10億ドル拡大してコルレス勘定

における引き揚げ分の約半分を補完し、それを通してコール・レート急騰・株式取引所閉鎖を回避しようとした。さらにそれだけでなく、もう1つとして、ブローカー以外への融資や証券購入をも試みたといつてよく、それによって株式市場を側面から支持しようとしたわけであろう。いずれにしてもこれらの行動の結果、この1週間にニューヨーク市中銀行は、貸付・投資を14億ドルまた要求払預金債務を15.5億ドル、それぞれ増大させる手をうった。

では、市中銀行のこのような信用拡張は何を条件としていたのか。いうまでもなくそれは③「連銀信用」以外にはあり得ない。もう一歩立ち入っていえばニューヨーク連銀による多額の「買オペ」こそそれに当たるが、ニューヨーク連銀は「買オペ」の積極的拡張に踏み出す。つまり、「公開市場投資委員会」(OMIC)による「特別勘定」にもとづく買オペは従来は週2500万ドルまでしか許可されていなかったが、その制約の中で、ニューヨーク連銀は自行勘定を通してさらに1.4億ドルの政府証券を買い入れつつ多額の資金を市場に注入したといつてよい。まさにこの多額の買オペと連銀借入(1.3億ドル増)とによって、ニューヨーク市中銀行はその準備を2.4億ドル増強可能にしたわけであろう。

以上をうけて最後に第3に(3)ようやく「株式ブーム崩壊の結末」が訪れる。そこで初めに①「政策転換」にふれておくと、以上でみた「ニューヨーク連銀による(独断的)買オペ拡張」の「転換」が強制されていく。具体的には、連邦準備局は11月1日に、ニューヨーク連銀の割引率引き下げを認可する条件として、「独断での」買オペを禁止する措置に出た。そのため、10月末から11月後半にかけて政府証券買入れ増加が3300万ドルに止まったことが重要だが、それに加えて、連銀買入手形＝0.8億ドル減、金流出＝2000万ドル、流通通貨＝0.7億ドル増、という動きも、ニューヨーク市中銀行における準備ポジション圧迫を加重していった。ついで、②その「実態」にまで立ち入ると、この準備悪化に直面して、市中銀行は一転してブローカーズ・ローン回収に走る。すなわち、自行勘定によるブローカーズ・ローンの「肩代わり」を突然停止し、むしろ自行勘定を13.4億ドルも回収しつつ連銀借入を1.4億ドル返済するという

行動をみせた。そうであれば、ブローカーズ・ローンがそのボトムにまで収縮し切るのは当然であって、先に確認した「コルレス勘定」に続いて今や「自行勘定」もが引き揚げられたのであるから、最終的に、ブローカーズ・ローン総額がピーク時の約半分までにまで縮減されたのは自明のことであろう。

こうして③「終末」が画されていく。結局、連銀・買オペによる資金供給が「政策変更」によってあえなく中断に追い込まれたため、株式ブーム崩壊は十分には緩和されなかったことがわかっていく。その結果、株価は11月半ばまでは下落を余儀なくされ、株式発行も減少を続けたというしかない。そしてようやく11月27日に、連邦準備局がOMICに対して2億ドルの買オペ権限復活を許したが²²⁾、それを契機にしてこそ、株価暴落と株式発行激落にやっと終止符が打たれる。株式ブーム崩壊の「終末」が訪れたといつてよい。

[2] 崩壊作用 以上のような経過を辿ってアメリカ株式ブームは一応の終息を迎えたが、いうまでもなくそのダメージは極めて甚大であった。この株式ブーム崩壊がアメリカ大恐慌となって現実化する過程と意義についてはもちろん次稿の課題だが、ここではその全体的輪郭に限定してその「崩壊作用」にふれておきたい。そこでまず第1は(1)「国内的作用」だが、それが国内産業を超大型不況に叩き込んでアメリカ大恐慌を発現させていったのは周知のことであろう。最初に①「価格激落—需要低落」が著しい。つまり、株価暴落によるキャピタル・ロスを補完するとともに株式投機にすでに使用されてしまった借入資金を返済するために、商品の投げ売りが激増した。そしてこの投げ売りが商品価格暴落に帰結するのは当然であったが、そこからさらに、有効需要の収縮も悪循環的に拡大していくといつてよかった。例えば住宅産業などでは、一方で、限界消費需要の減退が顕著となるとともに住宅抵当金融の返済と借入れが困難となって抵当流れが増大したから、住宅価格は大きな急落をみたが、他方で、その住宅価格低下が関連諸産業への生産的需要をスパイラル的に削減していくことにつながった。まさに「価格低下—需要縮小」の悪循環という以外にはない。そうであれば②この「収縮スパイラル」が「生産減少」に結果するのは一目瞭然であって、——生産制限によって価格下落を防止するという独占

的大企業の行動パターンとも重奏して——とりわけ耐久消費財生産と設備投資を急減に追い込んだ。こうして工業生産は加速度的に縮小軌道を突き進んでいく。

それだけではない。それに加えて、③すでに停滞基調を色濃くまとっていた「中小企業・農業」²³⁾ もさらに一層の苦難を深くした。というのも、この部門では生産制限が困難であった以上、価格下落・収益縮小が顕著だからに他ならず、当該部門の経営苦境はことさら深刻だったというべきではないか。要するに、工業・農業をも包括して、29年後半に始まった景気後退は、この株式ブーム崩壊を契機にして一挙に本格不況へ向かうのである。

そのうえで次に第2は(2)株式ブーム崩壊の「対外的作用」であろう。その場合、①「対外的作用の基本性格」としてはその「二面的性格」が興味深く、対外的には「プラス・マイナス」の2方向から影響を与えていく。すなわち、まず1面では②「外資還流＝プラス」作用が指摘可能であり、アメリカ株式ブーム崩壊の結果、ニューヨークへ誘引されていた外資が還流したから、特にヨーロッパへの金融圧迫は緩和に向かう。例えば、29年10月末～30年3月末においてニューヨークの外国短期資産が4.5億ドルもの減少を示したため、主要ヨーロッパ為替の対ドル相場は急騰して11～12月には金輸入点にまで達した。それを条件として、フランス・イギリス・スイスなどへ約1億ドルの金が出流したのであり、これによってヨーロッパ諸国の公定歩合引下げ＝金融緩和が実現したといってよい。

しかしもう1面で③「アメリカ輸入減少＝マイナス」作用ももちろん無視できない。つまり、すでに確認した通り、アメリカ株式ブーム崩壊はアメリカ国内における「価格低下→需要収縮→生産縮小」を惹起したが、その連鎖は、11月以降アメリカ輸入額の急減となって表れる。その際、すでに深刻化していたアメリカ資本輸出減退にこのアメリカ輸入減少が加重されたのであるから、国際貿易の連鎖的収縮が一層激しさを増したのは当然であったが、そのダメージをいわば一身に背負ったのは1次産品輸出を中心とする農業国であった。事実、「1次産品価格下落→国際収支悪化→為替激落→金・為替準備喪失」という脈絡を経由して、ここに「世界農業恐慌」²⁴⁾ が決定的に火を噴いていくのである。

まさにそうであれば、最後に第3として(3)アメリカ株式ブーム崩壊の「全体的作用」としてはいまやこう総括可能ではないか。すなわち、アメリカ株式ブーム崩壊を現実的引き金として国内的・国際的両レベルにおいて大型不況が一挙に開始されたのだ——と。いうまでもなく「1929年世界大恐慌」²⁵⁾の勃発である。

[3] アメリカ株式ブームの論理構造——総括 以上までで、アメリカ株式ブームの「基本枠組」・「展開過程」を立ち入って考察してきたが、その作業を前提にして、最後に「アメリカ株式ブームの論理構造」が全体的に総括されなければならない。約言すれば、株式ブーム展開の「歴史的必然性」をその「構造」に即して「論理的」に解明することに他ならないが、この「論理構造」は大きく解析すると以下の3層構造から成り立っている。つまり、まず(1)「第1層」は「資本蓄積構造」の特殊性であって、これは「株式ブーム展開の『資金源泉』」に関わろう。換言すれば、株式ブームを発現せしめた、その「資金源泉」の発生根拠を説明する要因だが、この「層」はさらに次の3論点ロジックから構成される。具体的には、①「自動車・住宅など新興産業の勃興とその『一巡化』による早期的停滞化」→②「アメリカ型労資関係²⁶⁾」に起因する賃金上昇鈍化と企業利潤増大・所得格差拡大に規定された消費停滞→③「投資停滞に制約された『生産的』証券発行減退とその帰結たる『自己金融』化の進展」、という論理系列に他ならず、このような論理構成を通して、「株式ブームの『資金源泉』」を意味する「過剰資金形成」の必然性がまず明らかにできる。まさに「株式ブームの論理構造」における「第1層」といってよい。

次に(2)「第2層」は「金融構造」の特質に他ならず、このポイントは「株式ブーム展開の『機構』」に関連するとみてよい。すなわち、ニューヨーク株式市場への過剰資金流入促進とその規制困難の原因を提示する要因だが、この「層」をさらに細分すると以下の3論点ロジックから成ろう。立ち入ってフォローすれば、①「アメリカに伝統的な『二重化・分断化』的『コルレス銀行システム』を通じたニューヨーク市場への資金集中化」→②「証券担保貸付・『ブローカーズ・ローン』などを基軸とするアメリカ型商業銀行の資金運用構成」

→③「『加盟銀行』および『非加盟銀行』からなる複線的アメリカ銀行制度の錯綜性とその全体的調整を困難にする連銀型中央銀行システム」、という図式が浮かび上がってくるのであり、この図式からは、「ブーム運動」を現実化した「株式ブームの『機構』」こそが示されよう。これが「株式ブームの論理構造」の「第2層」である。

そして最後に(3)「第3層」として「対外関係」の固有性が指摘されてよい。要するに、「株式ブームの『加速条件』」に相当するが、やや詳しくいえばこの点は、外国から資金を誘引して株式ブームを極点にまで過熱化させたその「対外的・ブーム促進化」要因明確化に接続していこう。そのうえでその3つの論点ロジックを現実的に辿ればこのようになる。つまり、①「アメリカ経常収支の巨大黒字化とそれに影響された国際的不均衡構造＝脆弱化の深化」²⁷⁾→②「アメリカ資本輸出の不可欠性的拡大とアメリカ国内金利上昇に誘引されたアメリカへの資金逆流型転換」→③「ドル供給によるポンド支援の不可避性とその条件となるアメリカ金利の低位化」、という一連の論理系が検出可能といつてよく、ここからは、「株式ブームの『加速条件』」ともいうべき、アメリカ金利の基本的低位化指向が見て取れよう。これこそ「株式ブームの論理構造」の「第3層」ではないか。

このように検討してくれば、いまや「株式ブームの論理構造」は結局以下のようにパラフレーズして整理可能だと結論できる。すなわち、「『アメリカ型資本蓄積』の特殊性に立脚して形成された、株式ブームの『資金源泉』たる『過剰資金』(論点A)が、株式ブームの過熱化を極点にまで促進する、特有な対ポンド支援型『対外関係』からなる株式ブームの『加速条件』(論点B)に刺激を受けながら、しかも連銀の政策的規制を不可能にする中央銀行制度の中で、『コルレス銀行システム』という伝統的な金融『機構』(論点C)をルートにしてニューヨーク株式市場へ爆発的に集中化したこと」——これである。

おわりに

1929年10月24日、ニューヨーク株式市場は株価の大暴落に見舞われた。い

いわゆる「暗黒の木曜日」である。この後33年2月まで株価は下降基調を辿り続けるが、この「株式ブーム崩壊」を起点としてまずアメリカ大恐慌が勃発し、ついでそれを引き金として、それがさらに世界恐慌へと波及・拡大していったのは周知のことであろう。このような事実をふまえると、結局、アメリカ株式ブームこそ世界恐慌を準備したまさに「序曲」だったことがよくわかる。その点に、世界恐慌における株式ブームの重要性があると考えてよい。

では、世界恐慌に対してこのような位置づけをもつこの「アメリカ株式ブーム」は、1920年代世界経済においていかなる「歴史的必然性」を有していたのだろうか。その「論理構造」にまで遡った検証はすでに終えたので、もう一段大枠的な「歴史的」意義づけに絞ると以下のような構図が浮かんでこよう。つまり、先に結論づけたように、アメリカ株式ブームは、要約的にみれば、(論点A)「株式ブームの『資金源泉』」＝「20年代アメリカの資本蓄積構造」、(論点B)「株式ブームの『機構』」＝「20年代アメリカの金融構造」、(論点C)「株式ブームの『加速条件』」＝「20年代アメリカの対外関係」、の「3層構造」に整理可能だったが、これらA・B・C 3論点とも、「1920年代世界経済におけるアメリカの特殊性」にその「発現必然性」をもっていることは自明といってよい。したがってそうであるかぎり、いまや最終的には、次のような命題こそが設定可能である。

つまり、「アメリカ株式ブームは、アメリカを中枢的編成基軸とした、1920年代世界経済の構造的特殊性²⁸⁾の、その『必然的産物』以外ではありえなかったのだ」——と。

- 1) 拙稿「1920年代の資本蓄積機構」(『金沢大学経済論集』第38号、2001年)。
- 2) 20年代アメリカ経済の総体的構造に関しては、例えば吉富勝『アメリカの大恐慌』(日本評論社、1965年)、宇野弘蔵監修『帝国主義の研究』3(青木書店、1973年)、などを参照のこと。
- 3) 「アメリカ株式ブーム」について詳しくは、前掲、吉富『アメリカの大恐慌』の他、佐美・杉浦編『世界恐慌と国際金融』(有斐閣、1982年)、佐美光彦『世界大恐慌』(御茶の水書房、1994年)、柴田徳太郎『大恐慌と現代資本主義』(東洋経済新報社、1996年)、などがある。いずれも優れた著作だが、特に柴田作品はその体系的・緻密性において卓越している。本稿もそれに基本的に依拠した。

- 4) 以下の「アメリカ資本蓄積構造」について詳しくは、前掲、拙稿「1920年代の資本蓄積機構」を参照。またその際の「局面区分」に関しては、前掲、吉富『アメリカの大恐慌』に詳しい。
- 5) その意味では「レギュレーション理論」でいう「好循環」の原型が検出可能だともいえるが、詳しくは、ボワイエ『レギュレーション理論』（山田鋭夫訳、新評論、1989年）、山田鋭夫『レギュレーション・アプローチ』（藤原書店、1991年）、山田『20世紀資本主義』（有斐閣、1994年）、などをみよ。
- 6) この「消費者信用」について詳しくは、前掲、吉富『アメリカの大恐慌』86-7頁を参照のこと。
- 7) 所得格差の現状と背景に関しては、前掲、吉富『アメリカの大恐慌』148-54頁に詳しい。
- 8) アメリカ信用機構の総体的特質については、ベック・ハート『米国連邦準備制度』（矢尾次郎監訳、東洋経済新報社、1978年）、志村・山口・小野・佐々木・春田『現代金融の理論と構造』（東洋経済新報社、1983年）、酒井・西村編著『比較金融史研究』（ミネルヴァ書房、1992年）、を参照のこと。また小野英祐『両大戦間におけるアメリカの短期金融機関』（御茶の水書房、1970年）もみよ。
- 9) 「自己金融」については何よりも、前掲、吉富『アメリカの大恐慌』116-48頁が参照されてよい。
- 10) アメリカ銀行制度の詳細に関しては、さしあたりゴレムベ『アメリカの銀行制度』（馬淵紀壽訳、日本経済新聞社、1982年）をみよ。また前掲、柴田『大恐慌と現代資本主義』86-98頁も参照のこと。
- 11) このBA市場の展開については関連研究が多くはないが、例えば金岡克文「アメリカ銀行引受手形市場の形成と展開」（金沢大学『社会環境研究』第6号、2001年）が参考になる。
- 12) 1920年代国際金融メカニズムの基本図式に関しては、侘美光彦『国際通貨体制』（東大出版会、1973年）、馬場宏二『世界経済』（東大出版会、1976年）、侘美・杉浦編『国際金融』（社会評論社、1986年）、石見徹『国際通貨・金融システムの歴史』（有斐閣、1995年）、が参照されてよい。
- 13) 前掲、侘美・杉浦編『世界恐慌と国際金融』130頁（図2-8）による。
- 14) 1920年代アメリカの貿易構造については、前掲、馬場『世界経済』第8章に詳細な分析がある。
- 15) 20年代アメリカの対外証券投資＝資本輸出の総合的性格については、安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資』（東大出版会、1984年）が最も包括的な文献といってよい。
- 16) この「質的低下」「不生産的」化について詳しくは、前掲、安保『戦間期アメリカの対外投資』160-69頁を参照のこと。特にその「質的低下」が株式ブームにつながっていく背景分析が興味深い。
- 17) 「ロンドン―ニューヨーク」関係をも含めて、この時期の「国際金融システムの変質」については、前掲、侘美・杉浦編『世界恐慌と国際金融』、前掲、侘美・杉浦編『国際金融』、平田・侘美編『世界大恐慌の分析』（有斐閣、1986年）、前

- 掲、侘美『世界大恐慌』、などが参考になろう。
- 18) 「株式ブームの展開過程」を最も詳細かつ論理的に叙述したものとしては柴田徳太郎氏の見解が特筆に値する。本稿もそれを参考にしたが、例えば、前掲、侘美・杉浦編『世界恐慌と国際金融』141-56頁および前掲、柴田『大恐慌と現代資本主義』125-41頁を具体的に参照されたい。
 - 19) 産業部門別の株式発行状況について詳しくは、前掲、吉富『アメリカの大恐慌』128-48頁をみよ。
 - 20) この「激減」の具体的な数値については、前掲、安保『戦間期アメリカの対外投資』173-87頁を参照。
 - 21) やや立ち入って指摘しておく、まず製造業全体の生産が6月に早くもピークに達した他、耐久財新規受注もすでに3月が最高値だった（9月までに24.3%減少）し、自動車・鉄鋼・繊維などの代表的部門でも6月には下降転換点に届いていた。とりわけ自動車生産の推移が典型的であって、株式暴落が発生する9月までの3ヶ月間に実に18%（年率72%）もの下落を示したし、鉄鋼も10%の収縮を余儀なくされた。それに加えて、住宅建築も29年に入って前年比3割減もの大幅低下に見舞われていくのである。
 - 22) この結果、年末までに連銀は政府証券保有を1.85億ドル増加させた他、連銀買入手形も買戻契約付き買入れという形で1.35億ドル増やしたため、金流出0.8億ドルは相殺されて余りあった。まさにこのような「準備圧迫」の緩和が生じたからこそ、市中銀行は年末からブローカーズ・ローンの肩代わりが再び可能になっていったのであり、それが株価暴落・株式発行激減をようやく食い止めたのである。
 - 23) 1920年代アメリカ農業の基本動向については、馬場宏二『アメリカ農業問題の発生』（東大出版会、1969年）において体系的な考察が加えられている。
 - 24) 世界農業恐慌に関しては、大内力『農業恐慌』（有斐閣、1954年）、常盤政治『農業恐慌の研究』（日本評論社、1966年）、宇野弘蔵監修『帝国主義の研究』2（青木書店、1975年）、などをみよ。
 - 25) いうまでもなく「世界恐慌」の具体的分析は次稿以下の課題だが、この世界恐慌の展開・原因・本質などについては、これまで「株式ブーム」関連文献として列挙してきたものの他、例えば、平井規之『大恐慌とアメリカ財政政策の展開』（岩波書店、1988年）、土生芳人『大恐慌とニューディール財政』（東大出版会、1989年）、秋元英一『世界大恐慌』（講談社、1999年）、など数多い。
 - 26) アメリカ型労資関係に関しては、戸塚・徳永編『現代労働問題』（有斐閣、1977年）第2章をみよ。
 - 27) この「国際的不均衡構造」について詳しくは、拙稿「第1次大戦の政治経済的帰結」（『金沢大学経済論集』第36号、1999年）および「戦後再建と世界経済の脆弱性」（同第37号、2000年）を参照。
 - 28) 20年代世界経済の構造的特質に関しては、楊井克己編『世界経済論』（東大出版会、1961年）、石垣・竹内・松本『現代資本主義論』（青林双書、1977年）、大内力『世界経済論』（東大出版会、1991年）、などがある。また加藤栄一『ワイマル体制の経済構造』（東大出版会、1973年）もみよ。